

Nota de Mercados

Global Investments | 28 de abril 2025

A tensão na guerra comercial e a pressão sobre Powell diminuem. O BCE continuará a reduzir as taxas

- Recapitulando as decisões e mensagens da administração Trump desde 11 de abril, e especialmente esta semana, podemos identificar um abrandamento da guerra comercial nos EUA.
- A melhoria do sentimento dos investidores é mais acentuada nos mercados europeus: os mercados de ações têm melhores fundamentais relativos e as obrigações funcionam como um ativo de refúgio (sem tensões entre instituições e com um BCE que continuará a reduzir as taxas)

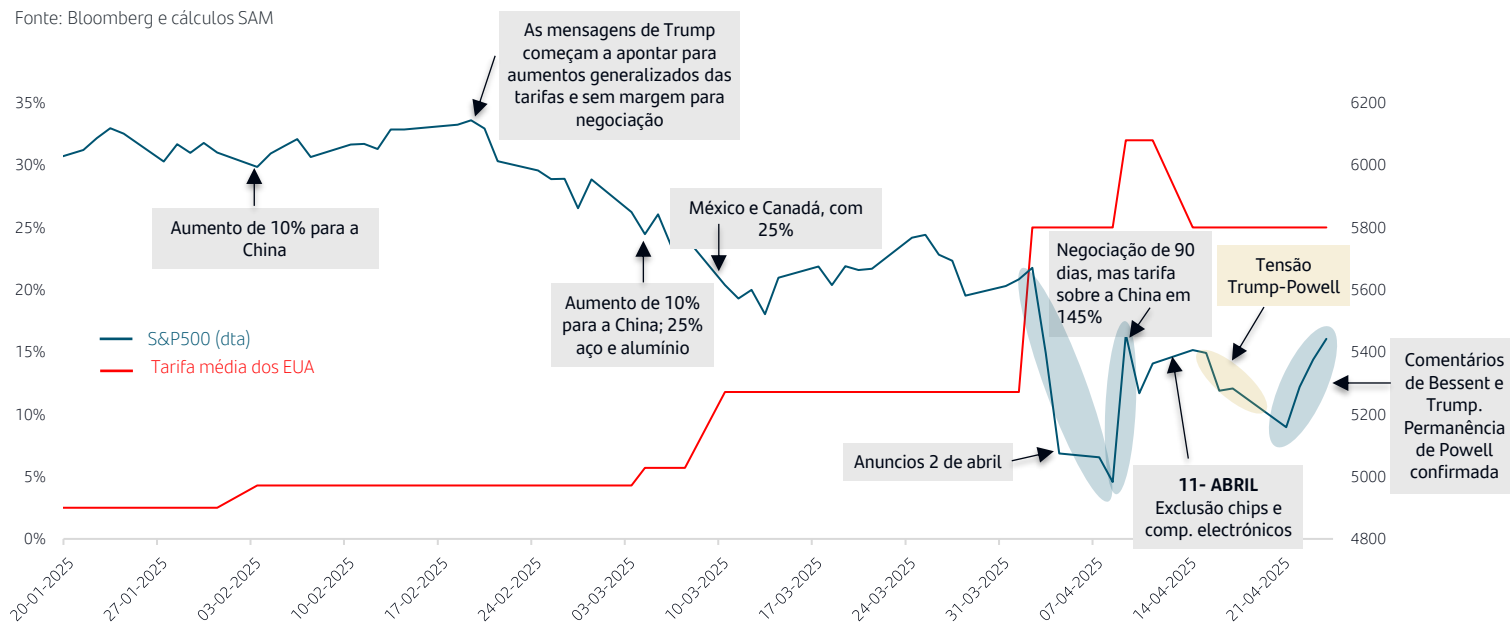
1. Guerra comercial: até onde vai a escalada e o que mudou desde 11 de abril?

Até onde vai a escalada das tarifas?

- O aumento das tarifas a 2 de abril e a subsequente escalada de contra-medidas entre os EUA e a China provocaram dias de extrema volatilidade nos mercados. Posteriormente, o anúncio de um período de negociação de 90 dias sobre as tarifas recíprocas para todos os países, com exceção da China, teve um forte impacto positivo no sentimento dos investidores, tal como refletido na subida histórica do mercado bolsista dos EUA no dia do anúncio.
- No entanto, este impacto desvaneceu-se quando os EUA esclareceram que o aumento das tarifas para a China era de 125% ou seja, uma tarifa final sobre a China de 145% que, juntamente com os outros aumentos de tarifas anunciados, colocou a tarifa média dos EUA num máximo histórico de 30%.
- A resposta da China veio dois dias depois e optou por igualar os níveis, aumentando as tarifas dos EUA em 125%, ao mesmo tempo que salientava que não haveria mais aumentos, uma vez que "a estes níveis já não há qualquer possibilidade de aceitação pelo mercado dos produtos americanos exportados para a China".

Principais anúncios sobre tarifas: impacto na evolução do S&P500 vs impacto na tarifa média dos EUA.

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM



O que é que aconteceu desde 11 de abril? O anúncio, nessa data, de que os chips e componentes eletrónicos estavam excluídos das tarifas recíprocas (e com uma tarifa de "apenas" 20% - e não de 145% em geral - para os produtos provenientes da China) marcou um ponto de viragem, dando início a um abrandamento da guerra comercial com os EUA. A partir deste momento,

as mensagens de Trump e dos principais membros do gabinete têm vindo a ser cada vez mais claras (o Secretário do Tesouro, Bessent, tem sido uma figura proeminente) que o seu objetivo é negociar a redução das tarifas em relação aos níveis atuais. Por um lado, tornaram explícito que existem negociações oficiais, e que estas estão a avançar na direção certa, com o Japão, a Coreia do Sul e o Vietname e que, no total, estão em curso negociações com 90 países. Por outro lado, colocaram uma tônica muito clara na redução das tensões com a China, insistindo na vontade e no objetivo dos EUA de negociar no sentido de uma redução clara das tarifas.

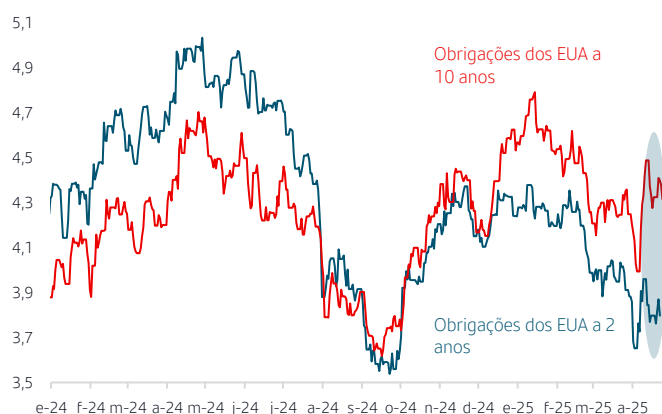
Do lado chinês, é de notar que a posição oficial não se alterou e que reiterou que os EUA devem eliminar a totalidade do aumento das tarifas para poderem avaliar o valor do início das negociações. No entanto, tudo isto num contexto em que, como é habitual na gestão deste tipo de situações, sucedem-se as notícias e mensagens que indicam a manutenção de contactos entre os dois países. Em todo o caso, a negociação com a China será a mais complexa e a mais prolongada no tempo. Por outro lado, a boa notícia é o fato de os Estados Unidos terem finalmente começado a desanuviar a situação, embora isso não implique uma resolução rápida do conflito com a China, sem esquecer que, com os restantes países, o período de negociação é longo e pode dar origem a “idas e vindas”.

2. A pressão sobre a Fed também diminui

O desanuviamento dos EUA teve um impacto claro na melhoria do sentimento dos investidores. No entanto, o efeito não foi imediato nos ativos domésticos dos EUA, uma vez que, durante alguns dias, coincidiu com episódios de tensão institucional entre o Presidente Trump e o Presidente da Fed, Powell. As sucessivas mensagens de Trump insistem em que a Fed deve baixar as taxas de juro, enquanto Powell, num dos seus discursos, centrou-se no impacto das tarifas na inflação, o que provocou dias de volatilidade no mercado obrigacionista norte-americano, com a *yield* das obrigações a 10 anos a subir acentuadamente e a penalizar o desempenho do mercado acionista norte-americano.

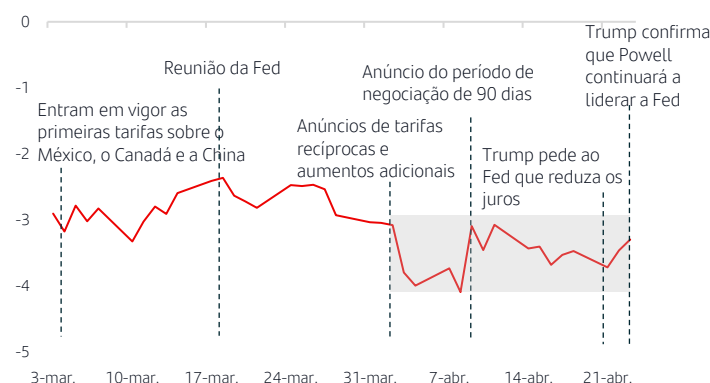
EUA: Yields das obrigações governamentais a 2 e 10 anos

Fonte: Bloomberg 24/04/2025



Estimativa do mercado para o número de cortes nas taxas da Fed em 2025

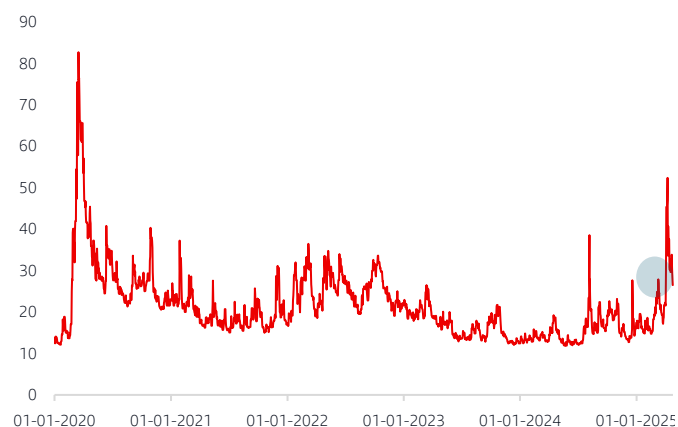
Fonte: Bloomberg 24/04/2025



Na segunda-feira, a declaração explícita de Trump confirmou que Powell irá permanecer à frente da Fed (o mandato termina em maio de 2026) e teve um impacto muito positivo nos ativos dos EUA e, por sua vez, permitiu que as notícias positivas sobre o início do desanuviamento da guerra comercial fossem aproveitadas: a *yield* das obrigações do governo a 10 anos cedeu para 4,30%, o dólar recuperou de 1,15\$/€ para 1,135\$/€, o S&P500 subiu mais de +6% e o Nasdaq mais de +8%, com a volatilidade (rácio VIX) a descer para a zona dos 26%. Relativamente à visão do mercado sobre a Fed (cuja próxima reunião será a 7 de maio), os investidores esperam que os cortes nas taxas comecem em julho e que se situem entre -75bp e -100bp.

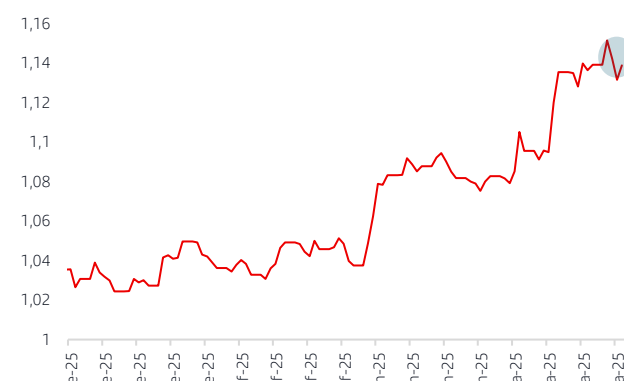
Índice de volatilidade S&P500 (índice VIX)

Fuente: Bloomberg 24/04/2025



Dólar/euro

Fuente: Bloomberg 24/04/2025



3. O BCE continuará a reduzir as taxas e o sentimento dos investidores continua a melhorar na Zona Euro.

Tal como esperado pelo mercado, o BCE voltou a baixar as taxas na sua reunião de 17 de abril e a taxa de depósito situa-se em 2,25%, contra o máximo de 4% que atingiu em setembro de 2023. Os investidores tiveram uma visão positiva da reunião, uma vez que a declaração do BCE apresentou uma avaliação muito favorável da trajetória da inflação: "a desinflação continua a avançar, a inflação dos serviços também registou uma moderação acentuada e tudo isto sugere que a inflação irá estabilizar em torno do objetivo". Adicionalmente, na conferência de imprensa, Lagarde reiterou este ponto de vista e acrescentou que os riscos para o crescimento estão do lado negativo devido ao impacto das tarifas, o que reforçou as expectativas do mercado de que o BCE continuará a baixar as taxas nas próximas reuniões e não exclui que a taxa de depósito possa descer para 1,5%.

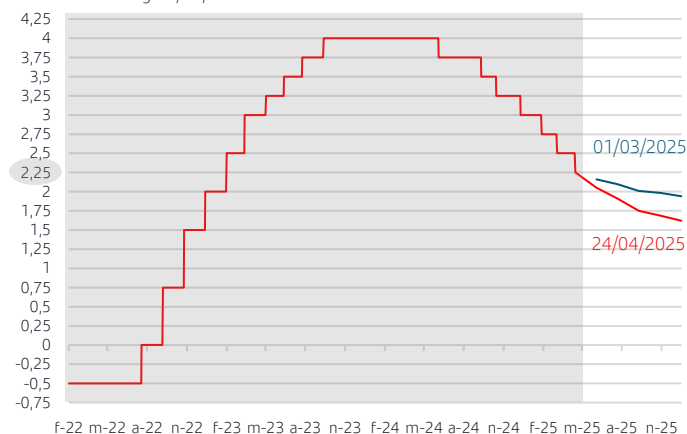
Para além do apoio ao crescimento proporcionado pelas taxas de juro mais baixas, estão em curso aumentos da despesa pública nos países da UE: o mais destacado é o aumento fiscal de 2,5% do PIB na Alemanha, para além de outros anúncios como o de Espanha, que anunciou que irá aumentar as despesas com a defesa de 1,4% para 2% do PIB este ano.

Neste contexto, a mudança de posição da Administração Trump, dando lugar ao início do desanuviamento da tensão comercial (incluindo mensagens favoráveis à conclusão de um acordo com a União Europeia), impulsionou o desempenho dos mercados da Zona Euro, que continuam a destacar-se claramente em relação aos ativos domésticos dos EUA.

As bolsas continuam a recuperar terreno e todas registaram ganhos no ano, com destaque para o IBEX35 (+13,7% ytd) e o DAX Alemão (+10,8% ytd). O apetite dos investidores também se voltou para as obrigações, uma vez que o contexto geral de incerteza continua a tornar as obrigações governamentais atrativas como um ativo de refúgio. Nas obrigações emitidas por empresas, crédito investment grade (IG), o desempenho também tem sido positivo e, com as *yields* a manterem-se no intervalo, o spread reduziu para a zona dos 105 p.b.

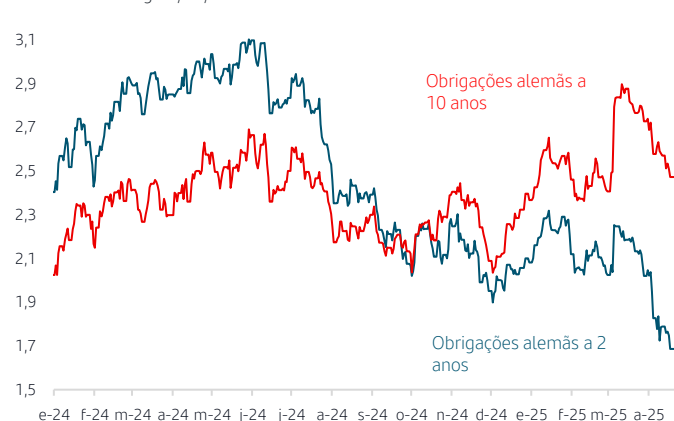
Expectativas da taxa Depo com base nos Forwards €STRN

Fonte: Bloomberg 24/04/2025



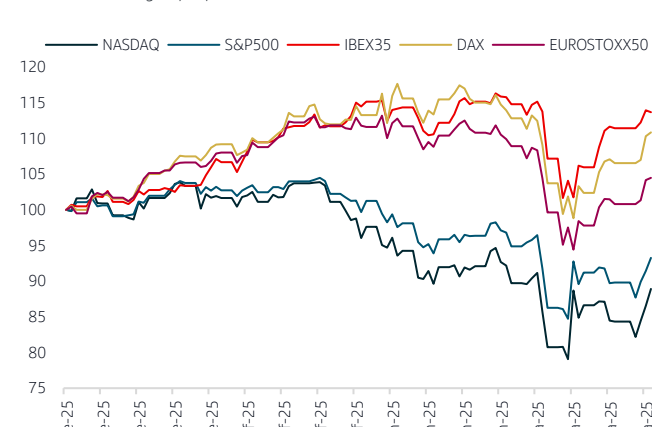
Alemanha: Yields das obrigações governamentais a 2 e 10 anos

Fonte: Bloomberg 24/04/2025



Evolução das bolsas em 2025

Fonte: Bloomberg 24/04/2025



Crédito IG Euro: Yield e Spread

Fonte: Bloomberg 24/04/2025



Conclusões

- As decisões e mensagens da administração Trump desde 11 de abril, e especialmente esta semana, marcaram um ponto de viragem e podemos identificar um desanuviamento dos EUA na guerra comercial. Outro fator positivo para o sentimento dos investidores nos últimos dias foi a declaração de Trump a confirmar o mandato de Powell à frente da Reserva Federal.
- As mensagens de Trump e dos principais membros do seu gabinete têm tido como objetivo deixar claro que o seu objetivo é negociar a redução das tarifas em relação aos níveis atuais, com um claro foco na diminuição das tensões com a China.
- Para já, a China mantém a sua posição oficial de não iniciar negociações até que os Estados Unidos não retirarem todas as novas medidas, embora existam notícias e mensagens que sugerem que estão a ser mantidos contactos entre os dois países. Em todo o caso, a negociação com a China será a mais complexa e a mais longa no tempo.
- Por isso, a boa notícia é que os EUA começaram finalmente a desanuviar, embora isso não implique uma resolução rápida do conflito com a China, sem esquecer que, com os restantes países, o período de negociação é longo e pode dar origem a "avanços e recuos".
- A melhoria do sentimento dos investidores tem sido generalizada e os ativos nacionais dos EUA tiveram um desempenho muito bom. No entanto, os mercados da Zona Euro continuam a destacar-se: as bolsas têm melhores fundamentais relativos e as obrigações funcionam como um ativo de refúgio (sem tensões entre instituições e com um BCE que continuará a baixar as taxas).
- Este desempenho confirma a importância da diversificação e da gestão ativa, adequada ao perfil de risco. A este respeito, continuamos a aproveitar estes períodos de volatilidade dos mercados para gerir ativamente estratégias de cobertura e opções sobre ativos financeiros.
- Nas nossas posições em ações, continuamos cautelosos e com uma tendência defensiva, com preferência pelas ações europeias.
- Nos mercados obrigacionistas, continuamos diversificados em obrigações governamentais alemãs como um ativo de refúgio em momentos como a atual, ao mesmo tempo que mantemos uma visão favorável sobre crédito empresarial de menor duração e de qualidade superior com grau de investimento.
- Relativamente às moedas, continuamos a privilegiar o euro e o iene face ao dólar.
- As incertezas que persistem quanto ao nível final das tarifas e ao seu impacto no crescimento e na inflação dos EUA podem conduzir a novos surtos de volatilidade do mercado. Manter o horizonte temporal dos investimentos é fundamental, pois em momentos de episódios de volatilidade que excedem as médias recentes, os ativos tendem a apresentar movimentos extremos que não estão ligados aos fundamentais.

Fonte: SAM, Bloomberg, Reuters, whitehouse.com, LSE I/B/E/S 25/04/2025

Aviso Legal:

O presente documento foi preparado pela Santander Asset Management, S.A. (doravante denominado "SAM"). Contém prognósticos económicos e informações recolhidas de diversas fontes. As informações contidas neste documento podem ter sido recolhidas de terceiros. Todas as fontes são consideradas confiáveis. No entanto, a sua exatidão, integridade ou atualização não pode ser garantida, nem de forma expressa nem implícita, e está sujeita a mudanças sem aviso prévio. As opiniões incluídas neste documento não devem ser consideradas irrefutáveis e podem diferir, ou ser de alguma forma inconsistentes ou contraditórias com outras opiniões expressas, seja de forma oral ou escrita, ou com as recomendações ou decisões de investimento adotadas por outras unidades do Santander.

Este documento não foi elaborado e não deve ser considerado em função de nenhum objetivo de investimento. Foi elaborado com fins exclusivamente informativos. Este documento não é uma recomendação, oferta ou solicitação de compra ou venda de ativos, serviços, contratos bancários ou de outro tipo, ou de quaisquer outros produtos de investimento (conjuntamente denominados "Ativos Financeiros"), e não deve ser considerado como base para avaliar, ou valorar, quaisquer Ativos Financeiros. Além disso, a simples disponibilização deste documento a um cliente ou a um terceiro não implica apreensão de um serviço de consultoria em matéria de investimento. Os clientes do Santander estão enquadrados num modelo de Consultoria Pontual ou de Consultoria Global, atribuindo-lhe esta última modalidade, um Perfil de Investimento próprio, pelo que, quaisquer investimentos fora desse Perfil são da sua exclusiva iniciativa e responsabilidade.

O Santander e a SAM não garante as opiniões ou os prognósticos contidos neste documento, sobre os mercados ou Ativos Financeiros, incluindo sobre o seu rendimento atual e futuro. Qualquer referência a resultados passados ou presentes não deverá ser interpretada como uma indicação dos resultados futuros dos mencionados mercados ou Ativos Financeiros. Os Ativos Financeiros descritos neste documento podem não ser aptos para distribuição ou venda em determinadas jurisdições ou para algumas categorias ou tipos de investidores.

Exceto nos casos em que seja indicado de forma expressa nos documentos oficiais de um determinado Ativo Financeiro, estes: i) não estão e não estarão seguros nem garantidos por nenhuma entidade governamental; ii) não representam uma obrigação do Santander, nem estão garantidos por esta entidade e; iii) podem estar sujeitos a riscos de investimento por perdas de rendimento ou de capital.

Entre os riscos de investimento, cabe mencionar, a título enunciativo e não limitativo, riscos de mercado e de taxas de câmbio, riscos de crédito, riscos de emissor e contrapartida, risco de liquidez. Recomendamos que os investidores consultem seus assessores financeiros, jurídicos e fiscais, bem como qualquer outro meio que considerem necessário a fim de determinar se os Ativos Financeiros são apropriados com base nas suas circunstâncias pessoais e situação financeira. O Santander e os seus respetivos assessores, representantes, advogados, funcionários ou agentes não assumem nenhum tipo de responsabilidade por qualquer perda ou dano relacionado ou que venha a surgir devido ao uso de todo ou de parte desta Apresentação Comercial.

Qualquer referência a tributação não pode ser considerada como aconselhamento, nem o Santander assume qualquer responsabilidade pela mesma, cabendo ao investidor verificar por sua iniciativa, em cada momento, qual o regime fiscal a que está sujeito.

Em qualquer momento, o Santander, por si ou através dos seus colaboradores, pode ter posições convergentes ou contrárias com o estabelecido neste documento para comprar ou vender Ativos Financeiros na qualidade de entidade principal ou de agente. Também poderá prestar serviços de assessoria ou de outro tipo ao emissor de um Ativo Financeiro ou a uma sociedade vinculada ao respetivo emissor.

Este documento não pode ser reproduzido inteiro ou parcialmente, distribuído, publicado ou entregue, sob nenhuma circunstância, a nenhuma pessoa. Tão pouco se deve conter informações ou opiniões sobre este documento sem a autorização prévia por escrito, caso a caso, pelo Santander.